

Noticia importante

 Opinión ⁽¹⁾: Positiva

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

Holaluz (HLZ), fundada en 2010 en Barcelona, es una greentech centrada en la comercialización de electricidad 100% renovable, la representación de productores en el mercado eléctrico y la instalación de sistemas de energía solar. En 2024 contaba con c. 300 mil contratos y gestionaba 15.200 instalaciones. Los 3 socios fundadores controlan el 38% y están involucrados en la gestión.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	41,4	48,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	77,9	91,4
Número de Acciones (Mn)	32,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,63 / 1,27 / 0,87	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación ⁽³⁾	28,6	
Factset / Bloomberg	HLZ-ES / HLZ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁷⁾

Icosium	33,4
Fondo Axon ICT III	11,2
Carlota Pi	9,8
Ferrán Nogué	9,8
Free Float	21,7

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	21,8	28,6	32,9	32,9
Total Ingresos	271,9	265,3	283,2	293,4
EBITDA Rec.	-3,0	7,0	9,8	12,3
% Var.	41,5	328,7	40,6	26,1
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	2,6	3,5	4,2
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	3,5	9,2	5,4	5,3
Beneficio neto	-31,5	-9,7	-7,2	1,9
BPA (EUR)	-1,44	-0,34	-0,22	0,06
% Var.	-14,0	76,7	35,2	126,5
BPA ord. (EUR)	-1,22	-0,34	-0,22	0,06
% Var.	1,4	72,3	35,2	126,5
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	14,8	-35,1	-2,5	-1,0
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	41,1	58,7	61,2	62,2
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	8,4	6,3	5,0
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	12,9

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	21,8
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	21,8
P/BV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,29	0,29	0,28	0,27
EV/EBITDA Rec.	n.a.	11,2	8,0	6,3
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	14,5
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, preveemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(7) Otros: Oriol Vila 9,8%, Geroa Pentsioak 4,4%

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

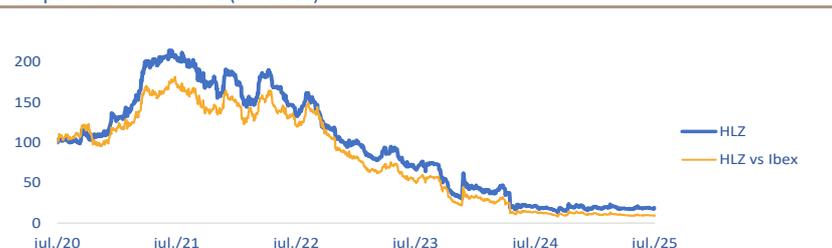
Se completa la ampliación de capital. Primer paso crítico superado

SE CUMPLE LA CONDICIÓN CLAVE DEL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN. HLZ ha ejecutado el segundo tramo de la ampliación de capital comprometida por Icosium (EUR 15,5 Mn), mediante la capitalización del préstamo convertible previamente desembolsado. La operación se ha materializado con la emisión de 7,39 Mn de nuevas acciones a EUR 2,10/acción, elevando el capital social hasta EUR 0,986 Mn y el número total de acciones a 32,88 Mn. Este movimiento completa el segundo hito clave del Plan de Reestructuración aprobado judicialmente en junio de 2025, lo que activa su plena efectividad. Una conditio sine qua non para la viabilidad del modelo.

IMPACTO ESTRATÉGICO: RECAPITALIZACIÓN Y COMPOSICIÓN ACCIONARIAL. Se refuerza de forma significativa el equity de HLZ y convierte a Icosium en su principal accionista (33,4%). Aunque conlleva dilución relevante para los accionistas preexistentes, mejora la visibilidad financiera y representa una validación externa del plan de negocio. La situación previa de patrimonio neto negativo y tensión de liquidez limitaba la operativa. Esta inyección permite cubrir la normalización del circulante, las necesidades de CAPEX y garantías. A medio plazo, la llegada de Icosium como socio industrial plantea una reentrada en el negocio de gas e hidrógeno.

PRÓXIMOS RETOS: VALIDACIÓN OPERATIVA Y ACCESO A FINANCIACIÓN. Superado este riesgo binario, la atención pasa a la ejecución del plan operativo. Los factores críticos serán: (i) estabilizar y aumentar la base de puntos de suministro (CUPS), (ii) crecer en instalaciones solares con mayor ticket medio y baterías, (iii) mantener la disciplina de costes conseguida en 2023-2024, y (iv) apalancar la plataforma tecnológica para escalar operaciones con eficiencia. Nuestras estimaciones contemplan un FCF rec. negativo hasta 2027e (déficit acumulado estimado de EUR -40 Mn), por lo que el acceso continuado a financiación (vía equity o instrumentos híbridos) será determinante para sostener el modelo.

HLZ COTIZA A 11,2X EV/EBITDA 2025E, CON PRIMA FRENTE A UTILITIES. El múltiplo no refleja plenamente el statu quo actual de la compañía. Aunque se ha eliminado el riesgo binario a corto plazo, HLZ mantiene una elevada dependencia de financiación externa y de que los principales KPIs operativos continúen avanzando (crecimiento en CUPS, incremento de instalaciones solares, mejora del margen bruto y disciplina de costes).

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-3,1	5,0	-13,1	16,7	-86,2	-81,4
vs Ibx35	-6,0	-1,5	-32,0	-5,0	-92,1	-90,5
vs Ibx Small Cap Index	-6,7	-4,6	-26,9	-7,1	-89,4	-88,7
vs Eurostoxx 50	-4,9	1,1	-21,9	6,7	-90,7	-88,5
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-1,4	1,9	-24,3	1,3	-88,6	-84,9

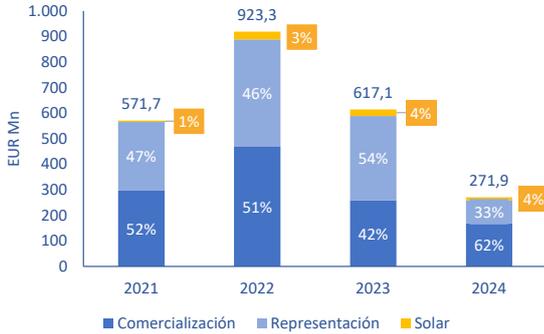
Holaluz Clidom (HLZ) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

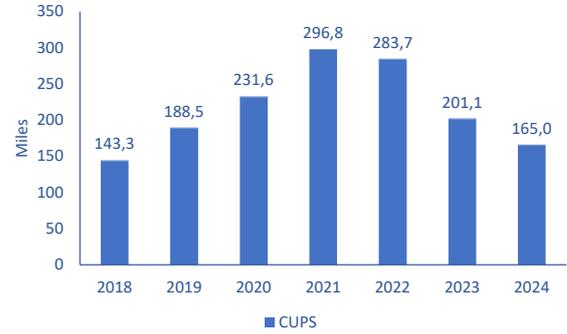
BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.130 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

La compañía en 8 gráficos

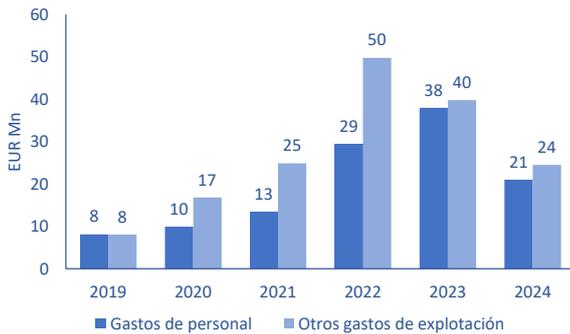
HLZ es una greentech que ofrece servicios de comercialización, representación e instalación y gestión de sistemas de energía solar



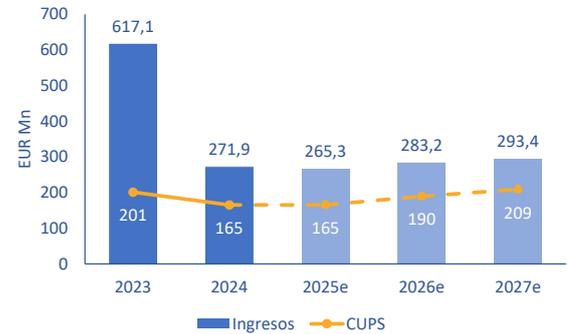
La compañía experimentó un fuerte crecimiento hasta el año 2021, seguido de un ajuste en la base de clientes (CUPS)



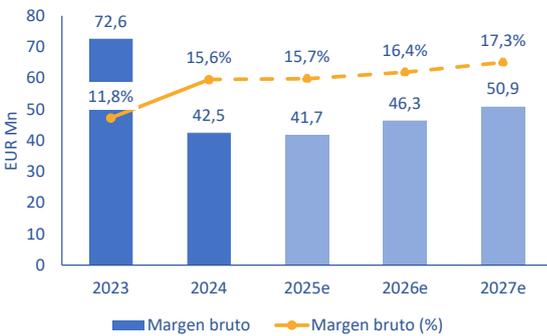
Esta situación llevó a HLZ a adaptar su estructura operativa (gastos de personal -45% vs 2023; otros gastos de expl. -38% vs 2023)



La reestructuración operativa sienta las bases para consolidar el modelo y retomar la senda de crecimiento (TACC 24-27e: +2,6%)



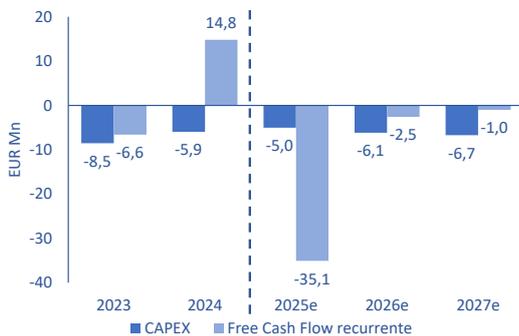
La plataforma tecnológica propia y la Tarifa Justa continúan impulsando una mejora sostenida del margen bruto



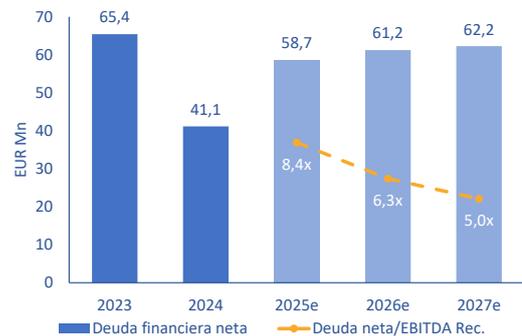
La contención de costes y la eficiencia operativa allanan el camino hacia un EBITDA rec. ya positivo en 2025e (margen EBITDA del 2,6%)



A pesar de la mejora operativa, el modelo requiere inversión en innovación y captación, manteniendo el FCF en negativo 25e-27e



El acceso a financiación y la mejora del apalancamiento serán claves para ejecutar el plan de negocio (DN/EBITDA rec. 2025e: 8,4x)



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(31,7)	1,1	2,5	n.a.			
Market Cap	41,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	41,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,4%	Coste de la deuda neta			6,2%	6,7%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,1%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,9%	5,3%	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,5	B (estimación propia)			1,4	1,6	
Coste del Equity	12,3%	Ke = Rf + (R * B)			11,0%	13,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	50,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	49,8%	D			=	=	
WACC	8,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,0%	9,5%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 25e	BPA 25e-27e	EV/EBITDA 25e	EBITDA 25e-27e	EV/Vtas. 25e	Ingresos 25e-27e	EBITDA/Vtas. 25e	FCF Yield 25e	FCF 25e-27e
Iberdrola	IBE-ES	102.523,4	16,4	5,4%	10,1	5,5%	3,5	2,5%	34,4%	0,7%	5,8%
Endesa	ELE-ES	27.040,5	13,3	1,9%	7,0	1,4%	1,7	-0,5%	24,7%	1,6%	69,1%
Naturgy	NTGY-ES	26.664,4	13,3	-3,6%	8,0	-0,7%	2,1	-1,0%	26,6%	6,2%	-2,1%
EDP	EDP-PT	16.037,4	13,2	-0,5%	8,3	1,0%	2,4	0,3%	29,3%	1,6%	98,2%
Utilities integradas			14,1	0,8%	8,3	1,8%	2,4	0,3%	28,7%	2,5%	42,7%
Audax Ren.	ADX-ES	684,7	12,8	13,1%	8,4	8,8%	0,4	-1,8%	5,2%	1,0%	n.a.
Elmera	ELMRA-NO	331,9	13,3	16,1%	6,1	5,5%	2,7	3,5%	44,6%	n.a.	41,7%
Comercializadoras independientes			13,0	14,6%	7,2	7,1%	1,6	0,9%	24,9%	1,0%	41,7%
Sunrun, Inc.	RUN-US	2.099,7	n.a.	-75,7%	n.a.	53,2%	7,4	12,6%	9,1%	n.a.	6,0%
Generación distribuida			n.a.	-75,7%	n.a.	53,2%	7,4	12,6%	9,1%	n.a.	6,0%
HLZ	HLZ-ES	41,4	n.a.	47,4%	11,2	33,2%	0,3	5,2%	2,6%	n.a.	83,0%

Análisis de sensibilidad (2026e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	3,8%	10,6	7,3x
Central	3,5%	9,8	8,0x
Min	3,2%	8,9	8,7x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

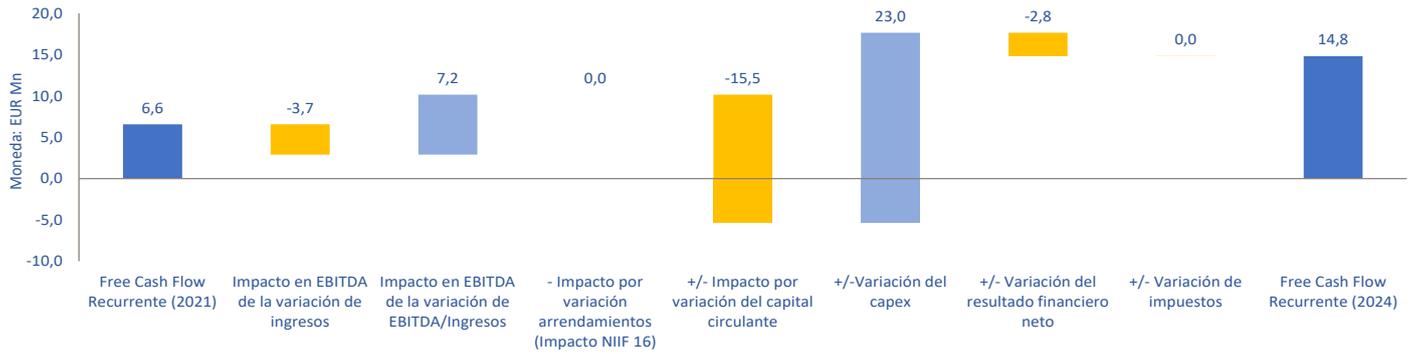
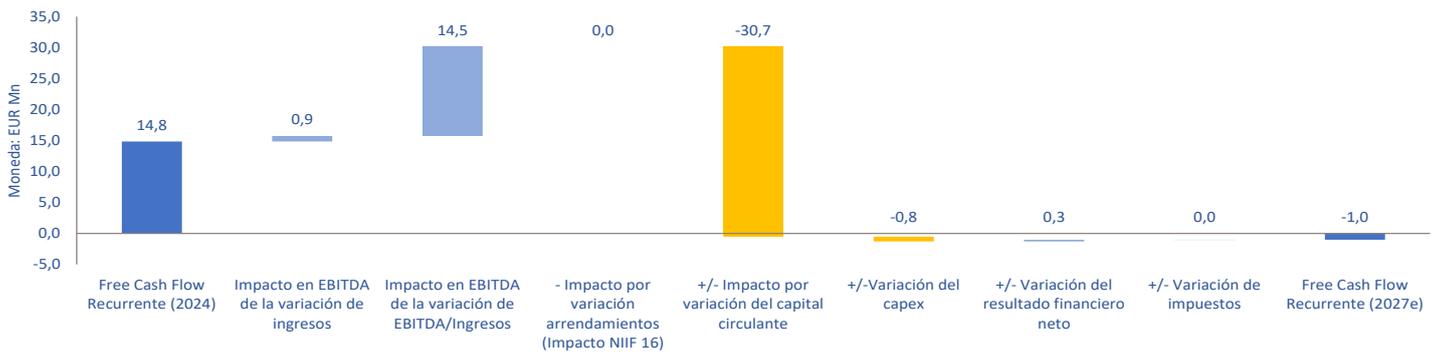
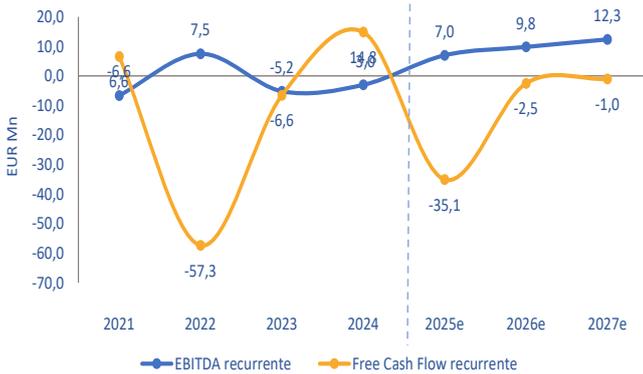
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	2,0%	2,2%	2,4%
10,6	(1,1)	(1,7)	(2,3)
9,8	(2,0)	(2,5)	(3,1)
8,9	(2,8)	(3,4)	(4,0)

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e		
Inmovilizado inmaterial	20,8	15,5	31,7	34,7	30,5	27,3	25,2	23,9		
Inmovilizado material	0,6	0,8	2,1	1,6	0,9	0,9	0,9	0,9		
Otros activos no corrientes	4,4	54,5	51,5	44,2	35,5	30,5	25,4	26,5		
Inmovilizado financiero	9,2	117,3	46,2	28,0	12,7	12,7	12,7	12,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	29,2	85,4	135,7	57,0	28,5	27,8	29,6	30,7		
Total activo	64,2	273,6	267,2	165,6	108,1	99,1	93,9	94,7		
Patrimonio neto	41,4	7,1	19,7	9,9	(17,2)	(9,4)	(16,6)	(14,6)		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	7,3	96,4	41,3	13,2	8,0	8,0	8,0	8,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	(8,3)	46,9	62,2	65,4	41,1	58,7	61,2	62,2		
Pasivo circulante	23,8	123,1	144,0	77,1	76,2	41,8	41,2	39,1		
Total pasivo	64,2	273,6	267,2	165,6	108,1	99,1	93,9	94,7		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	20-24	24-27e
Total Ingresos	236,0	571,7	923,3	617,1	271,9	265,3	283,2	293,4	3,6%	2,6%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>13,0%</i>	<i>142,3%</i>	<i>61,5%</i>	<i>-33,2%</i>	<i>-55,9%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>6,8%</i>	<i>3,6%</i>		
Coste de ventas	(208,5)	(540,1)	(836,7)	(544,5)	(229,5)	(223,6)	(236,9)	(242,5)		
Margen Bruto	27,5	31,6	86,6	72,6	42,5	41,7	46,3	50,9	11,5%	6,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>11,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>9,4%</i>	<i>11,8%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>17,3%</i>		
Gastos de personal	(9,9)	(13,4)	(29,4)	(38,0)	(21,0)	(11,0)	(11,7)	(12,4)		
Otros costes de explotación	(16,8)	(24,9)	(49,8)	(39,8)	(24,5)	(23,7)	(24,8)	(26,2)		
EBITDA recurrente	0,7	(6,6)	7,5	(5,2)	(3,0)	7,0	9,8	12,3	-57,7%	82,3%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>711,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>212,7%</i>	<i>-169,6%</i>	<i>41,5%</i>	<i>328,7%</i>	<i>40,6%</i>	<i>26,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>0,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,0)	(0,2)	(0,2)	(10,7)	(4,9)	-	-	-		
EBITDA	(0,2)	(6,9)	7,3	(15,9)	(8,0)	7,0	9,8	12,3	n.a.	52,5%
Depreciación y provisiones	(4,4)	(9,2)	(20,9)	(26,5)	(23,6)	(18,3)	(18,3)	(12,0)		
Gastos capitalizados	3,3	4,5	7,0	8,8	5,2	5,0	5,0	5,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(1,3)	(11,5)	(6,5)	(33,6)	(26,4)	(6,3)	(3,5)	5,4	n.a.	30,1%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>-765,9%</i>	<i>43,7%</i>	<i>-416,6%</i>	<i>21,5%</i>	<i>76,1%</i>	<i>44,4%</i>	<i>252,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,8)	(2,1)	(4,0)	(5,1)	(3,3)	(3,7)	(3,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,9)	(12,3)	(8,6)	(37,6)	(31,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,2%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-132,5%</i>	<i>-560,5%</i>	<i>29,7%</i>	<i>-335,0%</i>	<i>16,3%</i>	<i>69,3%</i>	<i>25,6%</i>	<i>126,5%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,9)	(12,3)	(8,6)	(37,6)	(31,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,2%
Impuestos	1,1	3,9	3,5	10,0	-	-	-	-		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,7)	(8,4)	(5,1)	(27,7)	(31,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,2%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-12,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>39,1%</i>	<i>-440,1%</i>	<i>-13,8%</i>	<i>69,3%</i>	<i>25,6%</i>	<i>126,5%</i>		
Beneficio ordinario neto	(0,9)	(12,1)	(8,5)	(26,9)	(26,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,5%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-36,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>29,6%</i>	<i>-217,3%</i>	<i>1,5%</i>	<i>63,6%</i>	<i>25,6%</i>	<i>126,5%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	20-24	24-27e
EBITDA recurrente						7,0	9,8	12,3	-57,7%	82,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(33,6)	(2,5)	(3,2)		
Cash Flow operativo recurrente						-26,7	7,3	9,2	60,4%	-28,0%
CAPEX						(5,0)	(6,1)	(6,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,3)	(3,7)	(3,5)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(35,1)	(2,5)	(1,0)	32,3%	-27,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(35,1)	(2,5)	(1,0)	37,4%	-27,1%
Ampliaciones de capital						17,5	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						17,5	2,5	1,0		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
								21-24	24-27e
EBITDA recurrente	(6,6)	7,5	(5,2)	(3,0)	7,0	9,8	12,3	22,9%	82,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	n.a.	212,7%	-169,6%	41,5%	328,7%	40,6%	26,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	2,6%	3,5%	4,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	43,1	(29,4)	11,9	27,6	(33,6)	(2,5)	(3,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	36,4	(22,0)	6,7	24,5	(26,7)	7,3	9,2	-12,4%	-28,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	787,7%	-160,3%	130,4%	266,8%	-208,8%	127,2%	26,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	6,4%	n.a.	1,1%	9,0%	n.a.	2,6%	3,1%		
- CAPEX	(29,0)	(32,5)	(8,5)	(5,9)	(5,0)	(6,1)	(6,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,9)	(2,1)	(4,0)	(3,7)	(3,3)	(3,7)	(3,5)		
- Impuestos	-	(0,7)	(0,7)	(0,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	6,6	(57,3)	(6,6)	14,8	(35,1)	(2,5)	(1,0)	31,2%	-27,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	147,3%	-972,5%	88,5%	325,9%	-336,4%	92,7%	60,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,1%	n.a.	n.a.	5,5%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	(0,2)	(10,7)	(4,9)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(79,6)	42,2	14,1	9,9	-	-	-		
= Free Cash Flow	(73,3)	(15,3)	(3,2)	19,8	(35,1)	(2,5)	(1,0)	31,4%	-27,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-481,0%	79,1%	79,3%	724,7%	-277,2%	92,7%	60,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	15,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(13,9)	6,6	(57,3)	(6,6)	14,8	(35,1)	(2,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,0	(4,1)	(2,5)	2,9	0,1	0,5	0,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(8,4)	18,2	(10,2)	(0,7)	9,9	2,4	2,2		
= Variación EBITDA recurrente	(7,4)	14,1	(12,7)	2,2	10,0	2,8	2,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	49,1	(72,5)	41,3	15,7	(61,2)	31,1	(0,7)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	41,7	(58,4)	28,7	17,8	(51,2)	34,0	1,9		
+/- Variación del CAPEX	(20,9)	(3,6)	24,0	2,6	0,9	(1,1)	(0,6)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,4)	(1,2)	(1,9)	0,3	0,4	(0,3)	0,2		
+/- Variación de impuestos	-	(0,7)	0,0	0,7	0,0	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	20,5	(63,9)	50,8	21,4	(49,9)	32,5	1,5		
Free Cash Flow Recurrente	6,6	(57,3)	(6,6)	14,8	(35,1)	(2,5)	(1,0)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(11,5)	(6,5)	(33,6)	(26,4)	(6,3)	(3,5)	5,4	-31,7%	30,1%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	(6,6)	7,5	(5,2)	(3,0)	7,0	9,8	12,3	22,9%	82,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	43,1	(29,4)	11,9	27,6	(33,6)	(2,5)	(3,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	36,4	(22,0)	6,7	24,5	(26,7)	7,3	9,2	-12,4%	-28,0%
- CAPEX	(29,0)	(32,5)	(8,5)	(5,9)	(5,0)	(6,1)	(6,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	7,5	(54,5)	(1,8)	18,6	(31,7)	1,1	2,5	35,4%	-49,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	156,0%	-827,8%	96,6%	n.a.	-270,8%	103,6%	117,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	1,3%	n.a.	n.a.	6,8%	n.a.	0,4%	0,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(79,6)	42,2	14,1	9,9	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(72,1)	(12,3)	12,2	28,5	(31,7)	1,1	2,5	33,8%	-55,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-549,4%	82,9%	199,5%	132,6%	-211,5%	103,6%	117,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	9,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,4%	3,1%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	15,7%	n.a.	n.a.	1,4%	3,1%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)

Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	41,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	8,0	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	41,1	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	12,7	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	77,9	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
															14-24	24-27e
Total Ingresos	-	-	-	-	-	208,8	236,0	571,7	923,3	617,1	271,9	265,3	283,2	293,4	n.a.	2,6%
Cto. Total ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,0%	142,3%	61,5%	-33,2%	-55,9%	-2,5%	6,8%	3,6%		
EBITDA	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,2)	(6,9)	7,3	(15,9)	(8,0)	7,0	9,8	12,3	n.a.	52,5%
Cto. EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-323,2%	n.a.	206,6%	-316,7%	49,8%	187,3%	40,6%	26,1%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	2,6%	3,5%	4,2%		
Beneficio neto	-	-	-	-	-	(0,6)	(0,7)	(8,4)	(5,1)	(27,7)	(31,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,2%
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-12,5%	n.a.	39,1%	-440,1%	-13,8%	69,3%	25,6%	126,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	-	-	-	0,5	-	21,9	21,9	21,8	21,8	28,6	32,9	32,9		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-1,25	n.a.	-0,39	-0,23	-1,27	-1,44	-0,34	-0,22	0,06	n.a.	26,8%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39,1%	n.a.	-14,0%	76,7%	35,2%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-1,02	n.a.	-0,55	-0,39	-1,23	-1,22	-0,34	-0,22	0,06	n.a.	27,0%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29,6%	n.a.	1,4%	72,3%	35,2%	n.a.		
CAPEX	-	-	-	-	-	(4,3)	(8,1)	(29,0)	(32,5)	(8,5)	(5,9)	(5,0)	(6,1)	(6,7)		
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,0%	3,4%	5,1%	3,5%	1,4%	2,2%	1,9%	2,2%	2,3%		
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	-	(12,6)	(73,3)	(15,3)	(3,2)	19,8	(35,1)	(2,5)	(1,0)	n.a.	-27,1%
DN/EBITDA (x) (2)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,5x	n.a.	n.a.	8,4x	6,3x	5,0x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21,8x		
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,00x	0,55x	0,50x	0,22x	0,20x	0,22x	0,29x	0,28x	0,27x		
EV/EBITDA (x) (2)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27,5x	n.a.	n.a.	11,2x	8,0x	6,3x		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-14,0%	55,5%	-47,2%	-51,2%	-66,5%	16,7%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,7%	44,1%	-44,1%	-60,3%	-70,8%	-5,0%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2025e

		Utilities integradas					Comercializadoras independientes			Generación distribuida		HLZ
		Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP	Average	Audax Ren.	Elmera	Average	Sunrun, Inc.	Average	HLZ
Dato		EUR Mn										
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IBE-ES	ELE-ES	NTGY-ES	EDP-PT		ADX-ES	ELMRA-NO		RUN-US		HLZ-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Portugal		Spain	Norway		USA		Spain
	Market cap	102.523,4	27.040,5	26.664,4	16.037,4		684,7	331,9		2.099,7		41,4
	Enterprise value (EV)	166.358,9	38.323,5	42.206,2	40.099,6		1.042,6	397,2		14.184,4		77,9
Información financiera básica	Total Ingresos	47.743,7	22.332,9	19.957,2	16.514,2		2.371,8	147,1		1.908,7		265,3
	Cto.Total Ingresos	7,7%	6,7%	3,6%	8,2%	6,5%	19,7%	-85,4%	-32,9%	9,9%	9,9%	-2,5%
	2y TACC (2025e - 2027e)	2,5%	-0,5%	-1,0%	0,3%	0,3%	-1,8%	3,5%	0,9%	12,6%	12,6%	5,2%
	EBITDA	16.403,1	5.506,1	5.299,0	4.836,3		124,1	65,6		173,5		7,0
	Cto. EBITDA	2,6%	-6,7%	1,8%	13,0%	2,7%	7,9%	-14,6%	-3,4%	45,7%	45,7%	187,3%
	2y TACC (2025e - 2027e)	5,5%	1,4%	-0,7%	1,0%	1,8%	8,8%	5,5%	7,1%	53,2%	53,2%	33,2%
	EBITDA/Ingresos	34,4%	24,7%	26,6%	29,3%	28,7%	5,2%	44,6%	24,9%	9,1%	9,1%	2,6%
	EBIT	10.559,0	3.277,5	3.483,0	2.949,0		99,4	42,5		(426,3)		(6,3)
	Cto. EBIT	-3,1%	-17,1%	-4,9%	58,7%	8,4%	6,6%	-5,8%	0,4%	12,7%	12,7%	76,1%
	2y TACC (2025e - 2027e)	6,1%	0,8%	-1,8%	0,3%	1,4%	9,2%	8,9%	9,1%	6,0%	6,0%	68,8%
	EBIT/Ingresos	22,1%	14,7%	17,5%	17,9%	18,0%	4,2%	28,9%	16,5%	n.a.	n.a.	n.a.
	Beneficio Neto	6.080,7	2.036,1	1.966,5	1.237,4		54,7	17,8		(44,1)		(9,7)
	Cto. Beneficio Neto	8,0%	7,8%	2,3%	54,5%	18,1%	-9,7%	-40,0%	-24,9%	98,2%	98,2%	69,3%
2y TACC (2025e - 2027e)	6,1%	1,0%	-3,6%	-0,5%	0,8%	12,9%	30,8%	21,8%	n.a.	n.a.	48,2%	
CAPEX/Ventas	26,7%	15,1%	10,6%	21,3%	18,4%	2,4%	3,5%	3,0%	128,3%	128,3%	1,9%	
Free Cash Flow	714,4	445,2	1.653,9	258,1		6,6	(25,3)		(2.532,5)		(35,1)	
Deuda financiera Neta	54.059,7	10.667,3	14.192,6	16.905,7		251,8	78,5		12.081,5		58,7	
DN/EBITDA (x)	3,3	1,9	2,7	3,5	2,9	2,0	1,2	1,6	n.a.	n.a.	8,4	
Pay-out	70,8%	71,1%	82,3%	67,8%	73,0%	25,7%	130,3%	78,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	16,4	13,3	13,3	13,2	14,1	12,8	13,3	13,0	n.a.	n.a.	n.a.
	P/BV (x)	1,8	3,1	2,8	1,3	2,2	2,9	2,5	2,7	0,7	0,7	n.a.
	EV/Ingresos (x)	3,5	1,7	2,1	2,4	2,4	0,4	2,7	1,6	7,4	7,4	0,3
	EV/EBITDA (x)	10,1	7,0	8,0	8,3	8,3	8,4	6,1	7,2	n.a.	n.a.	11,2
	EV/EBIT (x)	15,8	11,7	12,1	13,6	13,3	10,5	9,4	9,9	n.a.	n.a.	n.a.
	ROE	11,0	23,4	21,1	9,7	16,3	22,4	18,6	20,5	0,3	0,3	n.a.
	FCF Yield (%)	0,7	1,6	6,2	1,6	2,5	1,0	n.a.	1,0	n.a.	n.a.	n.a.
	DPA	0,67	1,37	1,68	0,20	0,98	0,03	0,21	0,12	0,00	0,00	0,00
Dvd Yield	4,4%	5,4%	6,1%	5,3%	5,3%	2,1%	7,3%	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 91 563 19 72
institutodeanalistas.com/lighthouse

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA

Equity research

pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López

Equity research

lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti

Equity research

lighthouse@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

- 1. El presente informe es un análisis no independiente** al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
- 2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.,** han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
- 3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.,** espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
- 4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga** en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
- 5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta** en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
- 6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.**
- 7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.**
- 8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.**
- 9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.**
- 10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.**
- 11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.**
- 12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.**

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden

constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
28-Jul-2025	n.a.	1,26	n.a.	n.a.	Noticia importante	Pablo Victoria Rivera, CESGA
17-Jun-2025	n.a.	1,26	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
12-Jun-2025	n.a.	1,28	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Pablo Victoria Rivera, CESGA

